宏觀

驢象之爭，變局幾何？

拜登暫時領先，差距逐步縮小。美國兩黨黨代會落幕，拜登和特朗普分別被提名為民主黨和共和黨總統候選人，將展開最後的角逐。RCP統計顯示，截至9月7日，拜登民調仍明顯領先，但特朗普的支持率也正在“奮力”追趕。而對於特朗普這樣的“少數派”總統，搖擺州選情才是重中之重。金融時報的民調統計顯示，選情膠著的14個搖擺州中，僅有4州傾向於特朗普。但特朗普也並非沒有“反敗為勝”的機會，7月以來，他在多個搖擺州的支持率已明顯回升。若特朗普繼續採用有效的選舉策略，也可能在最後時間內重新獲得搖擺州的主導權。

拜登主張整體溫和，與共和黨針鋒相對。延續建制派框架，整體溫和部分激進。拜登從政經驗豐富，在擔任奧巴馬的副總統期間就在外交、經濟等領域做出重要貢獻。本輪競選中拜登的政治主張整體溫和，基本延續奧巴馬和希拉裡的傳統建制派框架，但受美國政治極化影響，拜登的部分競選主張，包括加稅力度、財政支出、對中外交等也吸收了激進派的思想。共和黨“結束中國依賴”VS民主黨“反對特朗普”。對比共和黨和民主黨發佈的競選綱領，兩黨在疫情防控、醫療、司法、移民、外交等多數領域均“針鋒相對”。民主黨將“戰疫”放在第一部分，意味著“反特朗普”是其重要的競選策略，而共和黨將主打“經濟牌”，提出要創造1000萬個工作崗位。在對中政策上，兩黨均展現了強硬的態度，但具體措施明顯不同。共和黨提出從中國帶回100萬個製造業崗位，為帶回崗位的公司提供稅收抵免等。而拜登則強調特朗普對華貿易政策的負面效應，支持取消對華關稅，但將在知識產權、操縱匯率等方面向中國施壓。

經濟影響：稅收政策主要分歧，債務赤字雙高約束。執政黨的稅收和財政支出主張將是影響經濟方向的主要因素。特朗普將努力推動減稅，而拜登則支持對高收入群體和企業增稅；同時兩黨都提出了萬億美元規模的財政支出計劃，但投向差異明顯。短期來看，疫情仍是美國經濟的主要影響因素，預計3季度開始經濟有望明顯復蘇。中長期看，特朗普減稅的確可以刺激經濟增長，但疫情導致的財政赤字和政府債務雙高，將形成明顯制約。如果減稅順利實施，短期內美國的投資、消費將有望得到提升，加上疫情以來貨幣的超發，或將推升通脹水平。而拜登的加稅則可以相對減緩政府債務的擴張速度，但會在短期內抑制經濟的增長。從更長遠的角度看，拜登稅收計劃帶來的收入再分配效應有利於縮小貧富差距，長期來看有利於支撐消費的回升。

中美關係影響：短期科技地緣威脅，長期競爭態勢難改。短期來看，為贏得大選，特朗普將會繼續在哪些領域對我國展開打擊？首先，搖擺州的經濟訴求決定了特朗普在與中國的貿易問題上不會再度採取過激行動；其次，作為中美兩國博弈的主戰場，科技領域必定將面臨特朗普更強硬的封鎖與打擊；最後，大選的臨近很可能提升中美地緣摩擦發生的頻率，但受財政赤字的限制，特朗普政府進一步挑起軍事衝突的可能性較小。從長遠看，無論是誰走上總統之位，未來中美長期競爭關係不會改變。如果拜登成為下一任總統，則有較大概率將取消特朗普的關稅制度，這將在一定程度上緩解我國短期的經濟壓力。但拜登傾向于聯合盟友國向我國施壓，方向也將從單一的貿易領域轉向包括國家安全、知識產權、意識形態等多領域的全面威脅，未來我國將面臨的政治壓力也難言減小。

固定收益

美元的在岸與離岸流動——美元流動性系列之二

我們在《美國貨幣市場、金融監管與流動性分層——美元流動性系列之一》中主要分析了美國貨幣市場概況、流動性分層現象背後的深層原因及目前的解決方法。本篇報告是美元流動性系列之二，主要分析了離岸美元市場、美元的在岸與離岸流動、美元流動性對中美債市的影響。

離岸美元市場流動圖景

離岸美元市場重要而複雜。美元是最重要的融資貨幣、主要儲備貨幣和主要貿易支付手段，其流動性波動影響著全球流動性和資本市場的波動。美元的海外流動十分複雜，如非美銀行美元負債資金的直接來源以本國為主，但美國居民仍然是非美銀行重要的資金最終來源。

離岸美元市場的參與者和資金流動。非美銀行是離岸美元流動體系核心部分，但其資金來源穩定性弱於美國的銀行。非銀金融機構在美元流動市場上的重要性提升，其中貨基等是非美銀行資金的重要供給者，但其資金供應能力不穩定且市場行為相對不透明。官方儲備、主權財富基金（SWF）等也是離岸美元流動性供給的重要力量。非美非金融企業則既有融出、也有融入美元的需求。

主要離岸美元融資工具和流動性表徵指標。短期工具：回購、存單、歐洲美元、存款、外匯遠期和掉期；長期工具：貸款、債券等，此外，交叉貨幣掉期（Cross-Currency Basis Swap）的重要性漸升。相應地，Libor-OIS利差、TED利差、交叉貨幣互換基差為常見的離岸流動性表徵指標。

次貸危機後美元荒頻現的直接原因與“系統性”因素

直接原因。1）2010、2011：歐債危機下歐洲銀行資金來源迅速收緊。2）2016：美聯儲加息，美國貨基改革削弱貨基對銀行的資金支持。3）2018：特朗普稅改和BEAT落地促進美元回流，國債供應增加，美聯儲縮表，油價下跌影響石油美元供應等。4）2019：繳稅，美聯儲縮表，國債大量供給等。5）2020：新冠疫情爆發，股市、高收益債暴跌，資產拋售承壓，油價暴跌影響石油美元。

“系統性”因素。1）非美銀行資產負債融資缺口擴大，對衍生品等低穩定性的融資工具的依賴性增強。2）金融監管要求的提高影響非美銀行資金供給結構和美國銀行的貨幣市場做市意願，使美元流動性容易出現傳導不暢和緊張。3）歐洲日本長期零（負）利率導致投資者、融資者對美元互換的需求提高，加劇貨幣互換基差負值擴大。

美元流動性與美國國債利率的關係：互為因果

美元流動性極度短缺的非正常時期，美債短期面臨拋售壓力，而此時往往是經濟或金融系統面臨嚴重衝擊的時候，央行寬鬆會使危機緩解後一段時間利率處在下行通道；流動性總體較充裕時期，美債利率則可能是流動性變化的原因，如15年聯儲貨幣政策正常化影響貨幣供應的同時提升市場的美元需求，TED利差波動較此前加大。

美元流動性影響我國債市的渠道和機制

美元流動性緊張對我國債市總體影響偏負面。影響機制可分為三方面：1）資本流動，流動性收緊引發債市資金外流。2）基本面，美元走強時期，進口價格和通脹可能走高，進而帶動利率上行。3）貨幣政策，發生較為嚴重的資本外流和匯率大幅波動時，央行可能會出手穩定市場，貨幣政策邊際收緊，債市可能形成利率上行擾動，但後續政策或更注重“對內為主”。

策略

策略看好券商2：三個邏輯

核心結論：①邏輯一：當前我國處在產業結構轉型期，金融供給側改革促進股權融資大發展，券商ROE有望提升。②邏輯二：牛市中後段成交放量提振券商利潤，本輪牛市高點日成交額有望破3萬億元。③邏輯三：當前機構大幅低配券商，行業存在較大預期差，情緒和估值指標看券商仍有較大空間。

邏輯一：金改帶來券商ROE提升。截止2019年底，我國券商的ROE為6%，而美國2018年的數據為13%。我們認為從大的宏觀背景看，美國券商的盈利能力顯著高於我國券商源自美國社會的融資結構中與券商相關的股權融資占比很高，我國社融中間接融資占比很高是因為我國過去以工業化為主的產業結構的確需要銀行信貸來配合發展。但是展望未來，我國已進入產業結構加速優化階段，經濟主導產業將從工業轉向消費+科技，類似美國1980s年代。為了支持新型產業的發展，我們需進行金融供給側改革，加速做大做強資本市場，提高金融服務實體能力，未來券商也將走向專業化、多元化、規模化發展。

邏輯二：牛市中後段券商利潤彈性更大。根據波浪理論，一輪牛市可以劃分為5浪，其中1、3、5浪為上升浪，2、4浪為回調浪，由於券商的利潤與市場行情高度相關，回顧歷史可見3個上升浪中券商歸母淨利潤加速抬升。比如13-15年牛市中，以上證綜指刻畫，牛市的1、3、5浪分別是13/6-13/9、14/3-15/1和15/2-15/6，期間日均成交額分別為2015、3279和13224億元，對應倍數關係為1：1.6：6.6，對應券商歸母淨利潤累計同比增速從1浪初期13Q2的8.2%，依次上升至1浪末的33.5%、3浪末的106.5%，以及5浪末的350.6%。本輪牛市從19年初啟動，目前已處在牛市3浪主升浪中，受益於成交量放大，20Q2券商歸母淨利潤累計同比增速高達26%。歷史上一輪牛熊週期持續5-6年，展望未來，我們預計本輪牛市將持續至後年，通過證券化率我們測算未來牛市最高點時日成交額有望在3萬億元以上，券商明後年利潤還有很大的增長空間。

邏輯三：機構低配，預期差大。當前機構對券商配置力度依舊很低。20Q2基金重倉股中券商股持有市值占比為0.49%，處於05年以來從低到高16%的歷史低位。過去三輪牛市中，基金配置券商比例的高點分別為07Q1的7.5%、09Q1的5.8%和14Q3的3.2%，目前券商的配置比例非常低。從相對配置角度看，以滬深300指數中券商成分股的權重為基準，20Q2基金低配券商6.8個百分點，處在05年以來從低到高31%的歷史分位，過去三輪牛市中，基金超配券商比例的高點分別為07Q1的4.5%、09Q1的2.1%和14Q3的-4.3%。我們以情緒和估值指標衡量券商現在熱度大概只有過去牛市的一半：換手率角度當前（截至20200908，下同）證券板塊5日平滑年化換手率為388%，與過去三輪牛市相比，05/06-07/10牛市中券商板塊的換手率在07/08達到1003%的高位，08/10-10/11牛市中換手率的高位是10/10的1160%，12/12-15/06牛市中一是在14/12的2256%達到高位，二是在15/04達到次高位置1679%。從估值角度看，當前券商指數的PE（TTM）為30倍，歷次牛市中的高位分別為07/10的40倍，09/08的41倍，15/01的56倍和15/03的53倍，當前PB（LF）為2.2倍，歷次高點分別為07/10的10.2倍，09/08的5.3倍，15/01的4.4倍和15/04的4.9倍。

風險提示：向上超預期：國內改革大力推進，向下超預期：中美關係或疫情惡化。

債券

分省城投挖掘之安徽

經濟發展水平一般，政府債務負擔不重，人口淨流出率高。1）經濟財政實力一般。2019年安徽省GDP總量位列全國31個省級行政區（除港澳臺外，下同）中第11名，約為3.71萬億元，略低於上海，在長三角地區排名最末。從人均水平來看，安徽省2019年人均GDP為5.85萬元，遠低於長三角其他省份整體水平。2019年的綜合財力為11623億元，在有數據的16個省份中排名第6，財力規模尚可。當年一般預算收入為3182.54億元，其中稅收收入占比69.43%，財政自給率為43.06%，與臨近中部省份相近，但距長三角平均水平還有一定距離。2）債務負擔不重。2019年安徽省狹義債務率和廣義債務率分別約為68.28%和95.42%，算上所有城投帶息債務後，廣義債務率為157.36%，整體債務負擔尚可。3）人口淨流出規模較大。由於與長三角發達省份相鄰，安徽省人口持續外流，據WIND數據，2018年安徽省戶籍人口淨流出759萬人，戶籍人口淨流入率約為-12.14%。

各市發展程度不一。安徽省的16個地級市發展水平差距較大，整體來看皖中及皖南地區的東部城市發展水平高，皖北地區整體實力較弱，各地級市按資質排序可分為以下四個檔次：1）省會合肥無論經濟規模、財政實力還是發展程度均在省內遙遙領先，具有較高的地位。2）蕪湖、馬鞍山和滁州三個城市均處於東部合肥都市圈與南京都市圈共同輻射範圍，經濟發展速度與質量均較好，其中蕪湖市綜合實力最強，馬鞍山稍弱，但需要關注的是2018年4月滁州市天長市城市建設投資有限公司發生過一起非標違約事件，可能對滁州地區城投資信狀況有一定影響。3）阜陽、安慶等皖北及皖西地區的城市人口不少，經濟及財政收入具有一定規模，但人均發展水平偏低，多為主要的勞動力輸出地。另外，各市存續城投債餘額均有所增加，2019年末為3388億元，較上年增加386億元。

分區平臺梳理。安徽省內僅3家AAA平臺，23家AA+平臺，共占比22.81%，基本上每個地級市有一家代表性的主要從事土地儲備、開發和整理的AA+主平臺，但各個主平臺規模差異較大。目前省內土地轉讓規模整體收縮，土地轉讓溢價不高，轉讓款回款期較長。另外，各個平臺在建項目多，且相當一部分為公益性項目，尚需投資規模大，發債融資需求也將增長。我們將安徽省平臺分為4塊片區分析，分別是省級和省會、皖南、皖中和皖北平臺。

1）省級平臺數量僅有5家，其存續債券規模相對於各個地級市較大。2）省會合肥市的代表性平臺基本都參與當地的土地業務，同時也從事其他壟斷性工作如自來水、公共交通和天然氣等等，且合肥市存續城投債規模較小、期限較長，整體債務壓力較輕。3）皖南平臺存續債券規模較大，馬鞍山市和蕪湖市的存續城投債規模名列安徽省地級市的第一和第二。4）皖中城市經濟實力整體較強，代表性平臺運營受到政府補貼政策優惠。5）皖北定位為“淮北糧倉”，工業發展起步較晚，代表性平臺整體資產規模較大，固定資產占比多，資產負債率處於爬升階段。

綜上所述，安徽省省級平臺和省會平臺城投債投資價值較大，而進行行政級別和評級下沉需要謹慎分析各個平臺的具體情況，綜合考慮種種因素再做決定。

行業研究

公用事業：電價企穩煤價下行，低估值火電板塊值得關注

疫情及新能源擠壓下，火電電量增速下行。根據中電聯，2020上半年全社會累計用電量3.4萬億千瓦時，同比下滑1.3%；其中二、三產分別下滑2.5%、4.0%。受用電需求下滑及新能源優先上網影響，20H1火電發電量

YOY-1.6%，同比下滑1.8pct。特高壓建設加速帶動西北地區外輸電量迅速增長，20H1全國省間輸入、輸出電量增速均為0.7%（同比下滑約11pct）；區域間輸入、輸出電量增速約10%（同比微降約2pct）。分區域看，華東輸入電量占比達到全國的42%；西北輸出電量占比達到全國的46%（同比提升5pct）。我們認為外輸電量迅速增長或將擠壓部分沿海省市電力生產。

上網電量中位數下降4%，市場電占比提升後電價不降反升。火電行業29家樣本企業中，20H1上網電量中位數173億千瓦時，YOY-4%。市場化電量中位數151億千瓦時，YOY8%；占上網電量比重中位數為51%，同比增加2.2pct。市場化電量占比提升並未拉低企業上網電價，20H1平均上網電價0.374元/千瓦時，YOY2%；我們認為電力市場化改革有望持續提升企業的自主定價權。

電價企穩、燃料成本下降改善毛利率，板塊歸母淨利中位數增長32%。2020H1，29家樣本企業實現歸母淨利潤293億元，YOY28%；歸母淨利潤增速中位數為32%。電價企穩、燃料成本改善帶來板塊毛利率顯著提升：20H1行業毛利率中位數18.3%，同比提升1.9pct。我們認為隨著行業集中度的提升，龍頭公司在市場化改革環境下，有望受益於規模效應帶來的上下游議價能力，從而獲得利用小時、市場化電價、燃料採購成本以及融資成本的綜合優勢，行業馬太效應或更顯著。

需求下滑導致煤價下跌，旺季燃料成本或持續改善。20H1，秦港Q5500市場煤均價為557元/噸，同比下降48元/噸（YOY-8%）。我們認為，疫情以及貿易摩擦仍有反復，經濟增速不確定性較大，疊加新能源擠壓的影響，煤炭需求仍將面臨較大壓力，而煤炭供給寬鬆趨勢未變，長期看，煤價有望維持下跌趨勢。

板塊估值安全邊際較高，業績修復有望帶動估值提升。根據萬得一致預測，截至2020年9月8日，火電板塊2020、2021預測PE中位數分別為12x、10x；板塊PB（LF）中位數為0.9x，遠低於過去10年PB中位數1.5x，板塊估值具有較高的安全邊際。我們認為，電力市場化改革提升了行業自主定價權，龍頭公司有望受益於規模效應帶來的電量及電價提升。市場化的海外電力龍頭PE在15-20倍，國內估值5-15倍並不合理。長期看，電力需求仍有上漲空間，而動力煤供應寬鬆趨勢持續，行業毛利率及ROE有望繼續提升；因此，我們認為行業理應取得更好的估值。

風險提示：（1）疫情風險未完全解除，用電量增速的不確定性。（2）新能源和儲能等競爭性能源的不確定性。

新能源板塊：歐洲六國8月新能源汽車銷量同比高增

德國：8月新能源汽車銷量同比增長308.5%，滲透率達13.2%。根據德國KBA（Federal Transport Authority of Germany）數據，2020年8月德國乘用車銷量為25.10萬輛，同比下滑20.0%。其中2020年8月德國新能源汽車銷量33171輛，同比增長308.5%，市場滲透率13.2%；其中PHEV車型銷量17095輛，同比增長447.9%；純電動汽車銷量16076輛，同比增長221.5%。

挪威：8月新能源汽車銷量同比增長14.2%，滲透率達79.0%。根據OFV（挪威道路交通信息委員會）數據，2020年8月挪威新能源汽車註冊量達到8535輛，同比增長14.2%，占挪威汽車總註冊量的79.0%。其中純電動汽車註冊量達5704輛，同比增長21.0%，占汽車總註冊量的52.8%；插電式汽車註冊量達2831輛，同比增長2.5%，占總註冊量的26.2%。

法國：8月新能源汽車銷量同比增長208.5%，滲透率達10.5%。根據CCFA（法國汽車工業協會）數據，2020年8月法國乘用車銷量10.36萬輛，同比下滑19.8%；其中純電動汽車銷量5590輛，同比增長167.2%；插電式銷量

5266輛，同比增長269.0%；新能源汽車合計銷量10856輛，同比增長208.5%。根據CCFA數據，法國2020年8月新能源汽車滲透率為10.5%。根據CCFA數據，1-8月法國新能源純電動汽車合計銷量6.05萬輛，相比19年同期增長131%；20年1-8月法國插電式汽車合計銷量3.24萬輛，較19年同期增長209%。

瑞典：8月新能源汽車銷量同比增長182.4%，滲透率達29.0%。根據瑞典bilsweden數據來看，2020年8月瑞典汽車註冊量為2.55萬輛，同比下滑13.4%。其中純電動車銷量為2115輛，同比增長120.3%，滲透率8.3%；插電式新能源車銷量5292輛，同比增長218.2%，滲透率20.7%；純電動和插電式合計7407輛，同比增長182.4%，合計滲透率29.0%。

西班牙：8月新能源汽車銷量同比增長175.8%，滲透率達3.8%。根據西班牙ANFAC（西班牙汽車工業協會）數據來看，2020年8月西班牙汽車註冊量為6.69萬輛，同比下滑10.1%。其中純電動車銷量為1201輛，同比增長152.3%，滲透率1.8%；插電式新能源車銷量1334輛，同比增長201.1%，滲透率2.0%；純電動和插電式合計2535輛，同比增長175.8%，合計滲透率3.8%。

英國：8月新能源汽車銷量同比增長109.8%，滲透率達9.8%。根據英國SMMT（英國汽車工業協會）數據來看，2020年8月英國汽車註冊量為8.72萬輛，同比下滑5.8%。其中純電動車銷量為5589輛，同比增長77.6%，滲透率6.4%；插電式新能源車銷量2922輛，同比增長221.1%，滲透率3.3%；純電動和插電式合計8511輛，同比增長109.8%，合計滲透率9.8%。

投資建議：1）戰略性標的：我們認為未來新能源汽車替代傳統燃油車大勢所趨，相較于傳統車，新能源汽車單車價值增量最大的環節為動力電池；我們認為未來三元動力電池將配套高端乘用車型，磷酸鐵鋰電池配套低端車型；2）格局較好的行業：我們認為在鋰電池產業鏈中濕法隔膜、負極材料行業格局較好。

風險提示：新能源汽車行業政策風險，技術路線變化風險，疫情影響下新能源汽車銷量不及預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。